

Abenomics et sa nouvelle politique monétaire

Ce post résume un article publié par [Mahito Uchida dans la Revue de l'OFCE, n° 135](#).

Avec l'arrivée à la tête du gouvernement de Shinzo Abe, la politique économique japonaise a pris, en 2013, une orientation résolument anti déflationniste. Cette nouvelle politique combine une politique monétaire très accommodante et une politique de relance fondée sur l'investissement public. Dans un article publié par l'OFCE, Mahito Uchida de l'Université SEIJO, présente une analyse de la première étape de mise en œuvre de la nouvelle politique monétaire japonaise. En premier lieu il présente brièvement les grandes lignes de « l'Abenomics » et de la nouvelle politique monétaire japonaise mises en œuvre depuis avril 2013. Il présente ensuite les causes de la réponse très forte du yen, des cours de la bourse japonaise, de l'inflation et des anticipations des agents économiques en matière de croissance et d'inflation. Dans une deuxième partie, Mahito Uchida explique pourquoi la politique monétaire a obtenu des résultats en 2013 que celle de 2012 n'avait pas atteint. Bien qu'il n'y ait pas de différence majeure entre les politiques menées avant et après 2012, il met en évidence l'importance de l'engagement très fort de la Banque centrale du Japon, de sa coopération affichée avec le gouvernement et du « choc psychologique » dans l'opinion publique. La troisième partie de l'analyse de Mahito Uchida discute la question de la durabilité de cette nouvelle politique monétaire. Pour conforter les résultats à long terme, il faut que l'impact sur les prix soit durablement positif, ce qui implique un écart de production également durablement positif. En conséquence, la stratégie de croissance de l'Abenomics joue un rôle particulièrement important. Tout comme le fait que la Banque

du Japon devra éviter les effets secondaires indésirables que pourrait avoir sa politique sur les taux d'intérêt de la dette publique, sur les autres marchés financiers et sur les mouvements de capitaux avec l'étranger.

La crise sur un plateau

par [Xavier Timbeau](#)

Ce texte résume [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale](#).

Six années après le début de la crise financière et économique, l'accélération attendue de la croissance mondiale en 2014 (tableau 1) aurait pu laisser espérer la fin du marasme. Certes, la crise des dettes souveraines en zone euro est terminée, ce qui constitue une étape importante, mais, au-delà de quelques chiffres positifs, rien n'indique que la crise est finie. L'activité en zone euro a atteint un plateau et les mécanismes à l'origine de la crise des dettes souveraines dans la zone – la crainte du défaut sur les dettes publiques ou privées – peuvent faire replonger à tout instant les économies, des États-Unis comme de l'Europe, du Royaume-Uni comme celle du Japon.

Tableau 1. Perspectives de croissance mondiale

Taux de croissance annuels, en %

	Poids ¹ dans le total	PIB en volume		
		2012	2013	2014
EUZ	15,5	-0,5	-0,4	0,9
GBR	3,2	0,1	1,3	1,7
USA	20,8	2,8	1,5	2,4
Japon	6,3	2,0	2,0	1,0
Pays développés	53,5	1,3	0,9	1,7
Monde	100	2,8	2,5	3,1

1. Pondération selon le PIB et les PPA de 2008 estimés par le FMI.

Sources : FMI, OCDE, sources nationales, calculs et prévision OFCE octobre 2013.

La crise est globale et présente des caractéristiques peu ou jamais observées dans le passé. Ainsi, les taux d'intérêt souverains sont exceptionnellement bas, sauf dans les pays dont les marchés financiers doutent, mais dont le poids dans la masse globale de dette publique est faible. Cela indique une situation de trappe à liquidité où la politique monétaire conventionnelle a atteint ses limites et où la capacité des institutions monétaires à énoncer un avenir auto-réalisateur est cruciale. Or, comme pendant la crise de 1929, le débat fait rage sur cette capacité et suscite beaucoup d'interrogations quant à la sortie de crise. La politique monétaire est au cœur de cette incertitude : les mesures extraordinaires mises en place retiennent-elles les économies au bord du gouffre ? Les retirer est-il opportun ? Ou bien n'a-t-on fait qu'improviser un pis-aller dont les conséquences inflationnistes seront la source d'une prochaine crise ?

L'activité économique, mesurée par le PIB de l'ensemble de la zone euro, ne se contracte plus. Pour autant, la situation de sous-activité ne se résorbe pas. Or, tant que les économies restent en situation de sous-activité, les effets de la crise persistent et se diffusent au cœur des sociétés. Que l'on observe le PIB par tête, les écarts de production ou le chômage, les indicateurs nous décrivent un plateau, largement en deçà de 2007. Ainsi, la persistance du chômage au-dessus de son niveau d'équilibre gonfle-t-elle les cohortes de chômeurs non-indemnisés ou de longue durée. Le niveau élevé du chômage pèse sur la cohésion sociale et menace les sociétés bâties sur l'intégration par le travail. Les chômeurs sont renvoyés vers les solidarités familiales ou vers les filets de protection sociale, eux-mêmes soumis à la consolidation budgétaire. Les jeunes entrant sur le marché du travail retardent leur accès à l'emploi et porteront longtemps les stigmates de ce chômage initial sur leurs salaires ou leurs carrières.

Mais le chômage a une incidence plus large. La peur de perdre

son emploi, de voir son entreprise fermée ou délocalisée se diffuse à ceux qui ont un emploi et dont les salaires finissent par être affectés ou qui sont contraints d'accepter des conditions de travail dégradées. C'est ainsi que l'Europe du Sud s'engage dans la déflation salariale et, par le jeu de la concurrence, y entraînera les pays voisins.

Cette absence de reprise ne doit pas surprendre. Un programme généralisé et massif de consolidation budgétaire a été conduit dans les pays développés. Le cumul des impulsions de 2008 à 2013 permet de faire le bilan de la stimulation des économies pendant la récession de 2008/09 puis de la consolidation qui a suivi (tableau 2).

Tableau 2. Impulsions budgétaires 2008-2014

En points de PIB

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2008-14
DEU	0,1	0,6	1,3	-1,1	-1,2	0,2	0,1	0
AUT	-0,2	0,3	0,5	-1,4	-0,3	-0,9	-0,4	-2,4
BEL	0,6	1,9	-0,1	0,1	-0,6	-1,0	-0,5	0,4
ESP	2,4	2,0	-1,4	-1,3	-3,4	-1,6	-1,0	-4,3
FIN	-0,8	0,4	1,3	-0,7	-0,3	-1,4	-0,3	-1,8
FRA	-0,1	2,7	-0,5	-1,8	-1,2	-1,4	-0,7	-3,0
GRC	3,0	3,2	-7,6	-5,5	-3,9	-3,3	-1,7	-15,8
IRL	4,9	2,2	-4,2	-1,5	-2,0	-1,7	-1,7	-4,0
ITA	-0,5	0,9	-0,7	-0,4	-3,0	-1,5	-0,6	-5,8
NLD	-0,4	4,0	-1,1	-0,5	-1,4	-1,5	-1,0	-1,9
PRT	-0,1	5,0	-0,3	-3,7	-3,9	-1,5	-1,5	-6,0
EA (11)	0,3	1,7	-0,3	-1,2	-1,8	-0,9	-0,4	-2,6
USA	3,0	3,8	-0,8	-1,3	-1,4	-1,5	-0,7	1,1
GBR	0,6	2,8	-2,7	-3,2	-0,5	-1,0	-1,0	-5,0
JPN	-0,9	4,8	0,5	0,5	0,5	1,9	-1,3	6,0

Sources : Comptabilités nationales, calculs et prévisions OFCE octobre 2013.

Le débat sur les multiplicateurs budgétaires, à partir des analyses empiriques basées sur des modélisations structurelles ou l'examen systématique des épisodes historiques, valide la causalité allant des impulsions budgétaires vers les écarts de production. Une grande part de l'écart de production en 2013 résulte de la consolidation budgétaire. Il n'y a pas d'effet permanent de la crise sur l'activité, mais la conséquence

d'une austérité budgétaire sans précédent.

Les pays développés se sont engagés dans cet effort de consolidation sous la pression des marchés financiers, relayée par les autorités européennes. La crainte de difficultés pour financer la dette publique (dont le renouvellement se fait dans des proportions importantes chaque année et dont la maturité est de l'ordre de 10 ans dans les pays développés), voire la crainte de perte de l'accès au financement, s'est matérialisée par une hausse des taux souverains et n'a pas laissé beaucoup de possibilités aux États. Pour regagner du crédit, il fallait prouver sa capacité à réduire son déficit, quel qu'en soit le prix. La consolidation qui en a résulté n'a été faite que de façon préventive. Les exemples grec, mais aussi portugais, espagnol ou italien illustreraient le risque à ne pas avoir des finances publiques ordonnées. Pour certains, dont les économistes de la Commission européenne, c'est en fait la consolidation massive engagée dans les pays membres qui a permis de mettre fin à la crise de la zone euro. Il existe pourtant une explication alternative et lourde de sens quant à l'opportunité de la consolidation budgétaire : le rôle pris par la Banque centrale européenne et les engagements solidaires implicites des pays de la zone euro ont été plus convaincants que les politiques économiques qui ont prolongé et aggravé la récession.

Le désendettement public et privé des économies est la clef de la sortie de la crise. Il nécessite une stratégie claire et raisonnable combinant retour de l'activité et réduction du chômage, maintien des taux d'intérêt souverains à un niveau bas et consolidation budgétaire à un rythme bien tempéré. Cette stratégie demande une maîtrise du calendrier, une constance dans la politique suivie, une coordination entre États et entre agents économiques au sein des États. En zone euro, elle repose sur un engagement crédible des États membres vers l'assainissement budgétaire à moyen terme et un engagement de la Banque centrale européenne pour que les

écarts de taux soient réduits au maximum. La discipline budgétaire par les marchés ne fonctionne pas, il faut lui opposer la volonté politique de la stabilité économique.

La reconstruction japonaise contrainte par la situation dégradée des finances publiques

par Bruno Ducoudré

A la suite du tremblement de terre qui a frappé le Japon en mars 2011, le gouvernement a évalué le coût du sinistre à 16,9 trillions de yens (3,6 points de PIB). Ce choc exogène nécessite en réponse un déficit structurel qui entre en contradiction avec la volonté du gouvernement de mettre en œuvre une politique d'austérité budgétaire afin de réduire ce déficit. Ces besoins de financement additionnels arrivent donc au plus mauvais moment, en pleine crise économique, débutée en 2008, qui s'est accompagnée d'une forte dégradation de la situation des finances publiques rendue nécessaire pour soutenir l'activité.

Sur le front de la croissance, l'année 2011 fut difficile pour le Japon, après un rebond de 4,4% du PIB en 2010 suivant une chute du PIB de 5,5% en 2009. Alors que l'économie avait retrouvé le chemin de la croissance au 3^e trimestre 2011 (+1,9% de croissance du PIB en variation trimestrielle) après deux trimestres de baisse du PIB, en fin d'année les inondations en Thaïlande ont à nouveau rompu les chaînes d'approvisionnement

des entreprises japonaises, et l'économie a vacillé (croissance nulle au 4^e trimestre et -0,7% de croissance pour l'année 2011). En 2012 débute la période de reconstruction.

Dès l'année fiscale 2011, quatre budgets additionnels ont été votés pour un montant total de 3,9 points de PIB afin principalement de faire face aux dépenses d'urgence (pour 1,3 point de PIB) et préparer la reconstruction (pour 2,3 points de PIB). Les services de l'Etat ont estimé le budget total de celle-ci à 23 trillions de yens (4,8 points de PIB). La reconstruction s'étalera sur les dix prochaines années, le principal de l'effort étant concentré sur la période 2012-2016. Le gouvernement a décidé d'allouer 0,8 point de PIB à la reconstruction pour l'année fiscale 2012, financé aux trois-quarts par l'endettement (tableau).

Contrairement à ce qui était attendu, les plans successifs votés en 2011 ne se sont pas rapidement traduits par une forte hausse de la dépense publique : la consommation publique a cru de 2,1% en 2011, soit autant qu'en 2010 et moins qu'en 2009, et l'investissement public s'est contracté de 3,1% en 2011. Les dépenses de reconstruction se sont pour partie substituées à d'autres dépenses. De plus une partie des budgets votés a aussi été mise de côté et commence donc tout juste à être dépensée. Les commandes publiques de travaux de construction ont augmenté de 20% au 4^e trimestre 2011 en glissement annuel, et les travaux publics en cours ont fortement progressé en fin d'année. Ainsi, les dépenses additionnelles liées à la reconstruction qui sont déjà votées s'étaleront pour partie sur les prochains trimestres mais aussi au-delà de l'année fiscale 2012.

De fait, la situation budgétaire japonaise apparaît précaire. Ces dépenses nécessaires à la reconstruction des régions dévastées ont été décidées dans un contexte de forts niveaux de déficit et de dette publique liés à la crise. Le déficit budgétaire s'est en effet fortement dégradé depuis le début de

la crise, passant de 2,2% du PIB en 2008 à 8,1% en 2010, tandis que la dette progressait de 31,2 points de PIB depuis 2007, pour atteindre 199% du PIB en 2010. En 2011, le déficit public s'est encore creusé, à 9,3% du PIB principalement sous l'effet de la hausse de la charge de la dette, de la hausse des dépenses de sécurité sociale et de la baisse du PIB en 2011. Le gouvernement a donc annoncé qu'une partie des plans serait financée par des restrictions dans d'autres postes de dépenses, des surplus de rentrées fiscales liés à l'amélioration de l'activité en 2010, et par des réserves accumulées sur les budgets passés (pour un quart des budgets dédiés à la reconstruction sur 2011-2012).

A court terme, le gouvernement a néanmoins choisi de privilégier la croissance à la consolidation budgétaire. Nous prévoyons ainsi une impulsion budgétaire de 0,4 point de PIB en 2012 et de 0,5 point de PIB en 2013, et l'économie japonaise devrait croître de 1,9% en 2012 et de 1,5% en 2013 en moyenne annuelle (voir [« Japon : le temps de la reconstruction » dans notre dossier de prévision](#)). Dans ces conditions, le déficit budgétaire serait stable à 9,2% du PIB en 2012, et se dégraderait à 9,8% du PIB en 2013.

Budgets prévisionnels 2011-2012 pour la reconstruction Gouvernement central

En % du PIB

	2011	2012
Recettes et financement	3,9	0,8
Recettes fiscales	0,3	0,1
Recettes non fiscales	0,0	0,1
Emissions obligataires	2,1	0,6
Surplus des années antérieures	1,1	0,0
Diminution de dépenses	0,4	0,0
Dépenses	3,9	0,8
Dépenses générales, dont :	3,3	0,7
<i>Travaux publics</i>	1,4	0,2
<i>Autres dépenses</i>	1,9	0,6
Transferts aux collectivités locales	0,6	0,1

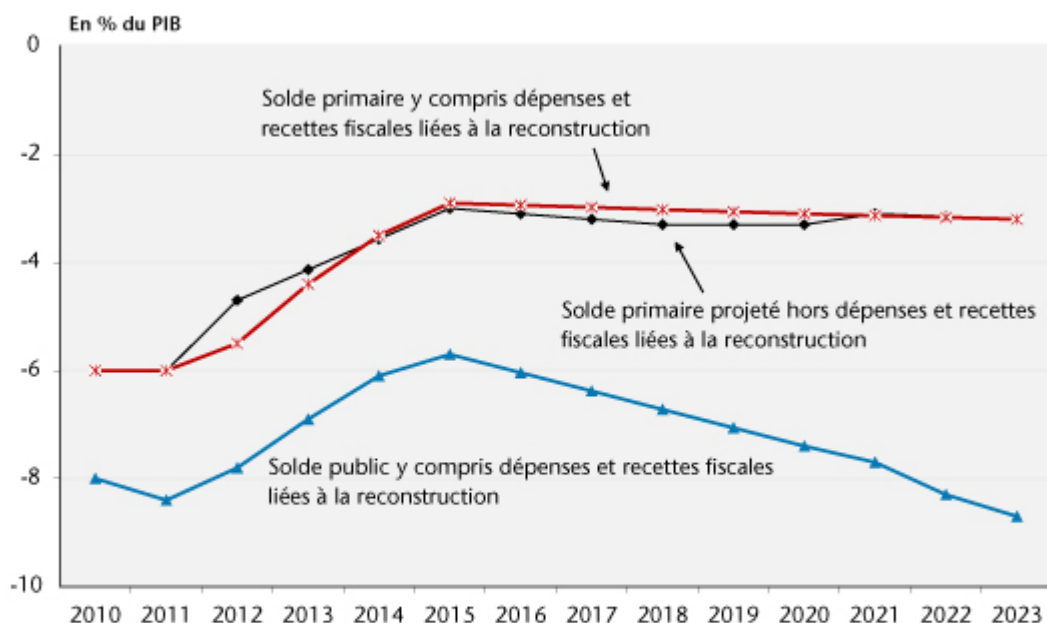
Sources : Cabinet Office, Ministry of Finance, calculs OFCE.

En revanche, au-delà de 2013, l'incertitude sur les orientations de politique économique du gouvernement demeure. Dans sa [stratégie fiscale de moyen terme](#), décidée en 2010, le gouvernement japonais avait pour objectif de diviser par deux le déficit primaire des administrations centrale et locales à l'horizon 2015 par rapport à celui atteint en 2010 (6,4% du PIB), et d'atteindre l'équilibre à l'horizon 2020. D'après nos calculs, équilibrer le solde structurel primaire impliquerait la mise en œuvre d'une politique de consolidation budgétaire importante, de l'ordre de 1,1 point de PIB par an d'impulsion budgétaire négative à partir de 2014, à un rythme néanmoins plus lent que les politiques de consolidation prévues en zone euro en 2012-2013 (voir « [Qui sème la restriction récolte la récession](#) » dans notre dossier de prévision) A cette fin, une hausse de 5 points de la taxe à la consommation doit être débattue lors de la session courante de la Diète, le parlement japonais, session qui s'achèvera en juin. Cette hausse interviendrait en deux temps et rapporterait 2,5 points de PIB de rentrées fiscales. D'après [les dernières projections à moyen terme du gouvernement japonais](#), elle ne suffirait pas à respecter ces objectifs (graphique 1). De plus, les moyens d'atteindre l'équilibre d'ici 2020 n'ont pas été précisés et le gouvernement n'a pas indiqué de quelle façon serait remboursée la dette contractée pour financer la reconstruction. Enfin, étant donné la progression continue de la dette publique, la charge d'intérêt, faible actuellement (1,8 point de PIB en 2011), pèsera à l'avenir de plus en plus sur les finances de l'Etat. Cela accroîtra les difficultés du gouvernement à mettre en œuvre tout ajustement budgétaire ayant pour objectif de stabiliser le ratio de dette publique rapporté au PIB à l'horizon 2020 et de le faire décroître par la suite.

Cependant, une consolidation budgétaire brutale n'apparaît pas nécessaire, le Japon empruntant à des taux d'intérêt bas (0,86% lors de la dernière émission d'obligations à 10 ans). Par ailleurs, la part de la dette détenue par les non-

résidents reste faible – elle s'élevait à 6,7% au 4^e trimestre 2011 – et l'épargne abondante des ménages japonais, ainsi que le programme d'achats de titres de la Banque centrale du Japon, limitent considérablement les risques d'une crise de dette souveraine telles que celles rencontrées en zone euro.

Projections gouvernementales du solde primaire sur la période de reconstruction



Note : Ces projections sont basées sur l'hypothèse d'une hausse du taux de TVA dès 2013 et un taux de croissance du PIB nominal proche de 2 % en moyenne sur la période. Elles incluent une hausse des recettes fiscales étalée uniformément sur 10 ans pour financer les dépenses liées à la reconstruction. Le champ couvre uniquement les administrations centrales et locales.

Source : Cabinet Office.

Ce texte fait référence à l'analyse de la conjoncture et la prévision à l'horizon 2011-2012, disponible sur [le site de l'OFCE](#).